

VU Research Portal

Onderzoek naar verdienmodellen beleggingsdienstverlening gewenst

Loonen, A.J.C.C.M.

published in

Economisch Statistische Berichten
2014

document version

Publisher's PDF, also known as Version of record

[Link to publication in VU Research Portal](#)

citation for published version (APA)

Loonen, A. J. C. C. M. (2014). Onderzoek naar verdienmodellen beleggingsdienstverlening gewenst. *Economisch Statistische Berichten*, 99(4691), 492.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal ?

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

E-mail address:

vuresearchportal.ub@vu.nl

Mening: Onderzoek naar verdienmodellen beleggingsdienstverlening gewenst

Vanaf 1 januari van dit jaar mogen beleggingsondernemingen – vermogensbeheerders en banken – onder het Nederlandse Provisieverbod geen provisies van derden meer ontvangen of verwerken in hun financiële producten (of dit in het overgangsjaar 2014 direct vergoeden aan de klant). De klant betaalt nu direct voor zijn dienstverlening. Veel beleggingsondernemingen hebben hierop hun tariefstructuren aangepast. Zo wordt beleggingsadvies niet langer (alleen) vergoed per transactie, maar wordt een adviesvergoeding in rekening gebracht die afhankelijk is van de hoogte van het belegbaar vermogen, vergelijkbaar met vermogensbeheer. Ook zijn er aanbieders die een absoluut bedrag als advies- of beheervergoeding in rekening brengen. De procentuele of absolute vergoeding kan inclusief transactiekosten zijn, maar er zijn ook modellen waarbij een advies- of beheervergoeding wordt gecombineerd met transactiekosten. Incidenteel wordt voor beleggingsadvies of vermogensbeheer een uurtarief als model gehanteerd. In een persbericht van 12 juni 2014 stelt de AFM dat de beloning voor beleggingsadvies en vermogensbeheer, analoog aan de beloning voor hypotheek- en verzekeringsadviseurs en bemiddelaars, “eerlijk en niet onredelijk” dient te zijn. “Daarbij zou de klant alleen moeten betalen voor de dienstverlening die de vermogensbeheerder daadwerkelijk biedt”. Met dit persbericht zet de AFM de deur opnieuw open voor een debat over de beloningsstructuren binnen de beleggingssector. Mijn stelling daarin is dat het loont om nieuwe verdienmodellen voor beleggingsdiensten te onderwerpen aan serieus en gedegen onderzoek.

Die stelling vloeit voort uit de constatering dat de drie bestaande verdienmodellen ieder hun eigen morele en economische dynamiek kennen. Geen enkel model bevat prikkels voor de dienstverlener (de agent) waardoor hij het belang van de klant (de principaal) volledig dient. Bij een absoluut bedrag als advies- of beheervergoeding kan er ‘adviesluiheid’ optreden. Het ontbreekt dan aan een directe prikkel om scherp te blijven ten behoeve van de klant. Klanten met beperkt belegd vermogen zullen omwille van de hoge kosten mogelijk minder snel genegen zijn advies in te winnen en uitstelgedrag vertonen. Enerzijds kunnen de hoogte van de kosten bepalend worden voor de beleggingskeuzes. Beleggingen met een lage kostenstructuur of het voeren van een ‘buy-and-hold’-beleggingsstrategie worden dan automatisch als passend gezien (Robinson, 2006). Anderzijds heeft de klant ex ante redelijk zicht op de kosten die hij, bij aanhouden van het initiële vermogen, moet betalen. Bij de relatieve (procentuele) vergoeding is er eveneens een asymmetrisch belang; de beleggingsonderneming is erbij gebaat om het belegbaar vermogen zo hoog mogelijk te houden. Tot slot is er bij de vergoeding op uurbasis het belang van de onderneming erop gericht om zoveel mogelijk adviesuren te kunnen declareren (Kramer, 2012). Alle hiervoor genoemde modellen zijn te combineren met een transactiegedreven model. Daarbij worden bijvoorbeeld zowel een vaste advies- of beheervergoeding als transactiekosten in rekening gebracht.

De centrale economische vraag in deze discussie is of er een verdienmodel denkbaar is waarbij het agency-probleem minder speelt. Daarbij dienen de ontwikkelingen binnen de beleggingssector in ogenschouw te worden gehouden. De rol van de beleggingsadviseur of vermogensbeheerder is

TOM LOONEN

Universitair hoofddocent aan de Vrije Universiteit
Amsterdam en werkzaam bij Insinger de Beaufort

aantoonbaar aan het wijzigen van ‘koopjesjager’ of ‘manager van het belegde vermogen’ naar een financieel planner met aandacht voor beleggen. Niet langer staat het te beleggen vermogen centraal, maar de functie die dit vermogen heeft bij het realiseren van de financiële doelstellingen van

de belegger. Andere financiële omstandigheden zoals inkomensontwikkeling en pensioenreserveringen spelen hierbij een rol. Deze ontwikkeling, gecombineerd met nieuwe verdienmodellen, kan ervoor zorgen dat de asymmetrie in belangen tussen principaal en agent teruggedrongen wordt. Desondanks kunnen verdienmodellen een perversiteit met zich blijven meebrengen waardoor de focus te sterk op het beleggen gericht blijft. Een scheiding van expertise zou beter passen. Beleggingsadviseurs en vermogensbeheerders zouden zich verder kunnen specialiseren in beleggingen, terwijl private bankers of financieel planners zich in de breedte oriënteren op het integrale financieel advies. Hierbij zou dit financieel advies (of planning) anders beloond moeten worden. Beleggingsdienstverlening staat dan in dienst van deze planning, waardoor beleggen als middel minder wordt beloond en realiseren van financiële doelstellingen meer. Vanuit diezelfde redenering valt ook te overwegen om de conventionele indeling van beleggingsdiensten (vermogensbeheer, beleggingsadvies en execution only) te wijzigen naar vermogensadvisering (financiële planning) enerzijds en advisering en beheer anderzijds. Hier zouden verdienmodellen op aangepast moeten worden. Het combineren van verdienmodellen zou zo nader onderzocht kunnen worden. Denk hierbij aan hybride verdienmodellen waarbij een urenvergoeding en vaste vergoeding worden gecombineerd. Ook zou er gevarieerd kunnen worden met verdienmodellen naar gelang de fase waarin de relatie met de klant zich begeeft. In de precontractuele fase wordt een financieel plan opgesteld op uurbasis, terwijl er gedurende de postcontractuele fase met een vaste vergoeding wordt gewerkt. Daarbij zou het introduceren van deels resultaatafhankelijke modellen eveneens onderwerp van onderzoek kunnen zijn. Het is immers denkbaar dat een klant liever een adviseur inhuilt op basis van resultaatafhankelijke beloning dan op basis van een uurtarief.

Een discussie over verdienmodellen in de beleggingsdienstverlening kent veel invalshoeken en wordt nu vaak gevoerd op basis van aannames en dogma's. Wetenschappelijk onderzoek, met oog voor de belangen voor alle belanghebbenden, zou bijdragen aan een meer gefundeerde discussie.

LITERATUUR

- AFM (2014) *AFM pleit voor eerlijke beloning vermogensbeheerders*. Persbericht, 12 juni.
Kramer, M.M. (2012) *Individual investor behavior and financial advice*. Proefschrift. Groningen: Rijksuniversiteit Groningen.
Loonen, A.J.C.C.M. (2013) *De vrijblijvende verplichting van leidraden in de financiële sector*. In: W.H. van Boom, I. Giesen en A.J. Verheij (red.) *Capita Civilologie. Handboek empirie en privaatrecht*. Den Haag: Eleven International Publishing, 909–934.
Robinson, J.H. (2006) *Who's the fairest of them all? A comparative analysis of financial advisor compensation models*. *Wells Fargo Advisors Financial Network*, januari.
SEO Economisch Onderzoek (2008) *Inzicht in belonen*. SEO-rapport, 2008(17).

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.